

2026.06.10

Industry Report

[재생에너지/연료전지]

# 무엇이 바뀌고 어디에 기회가 있나 :정책 분석과 투자 시사점



## [태양광/풍력]

# Again 태양광



안주원 재생에너지·미드스몰캡  
02-709-2650  
joowonahn@ds-sec.co.kr

# 국내 재생에너지 정책, 태양광에 집중

## ■ 2030년 재생에너지 100GW 보급 달성을 위한 태양광의 역할 확대

- 정부는 2030년까지 재생에너지 설비를 100GW(25년 37GW)로 늘리고 이를 실행하기 위한 정책 발표
- 지금부터 약 5년 동안 매년 13GW의 신규 설비가 설치되어야 하며 발전원별로 태양광 비중이 절대적으로 높을 예정
- 발전원별로는 2030년까지 육상풍력 6GW, 해상풍력 3GW, 태양광 57GW이며 태양광은 당장 올해부터 매년 약 11GW씩 깔려야 하는 상황

## ■ 이격거리 기준 확립, 영농형 태양광법 시행, 생산촉진세제 도입 추진

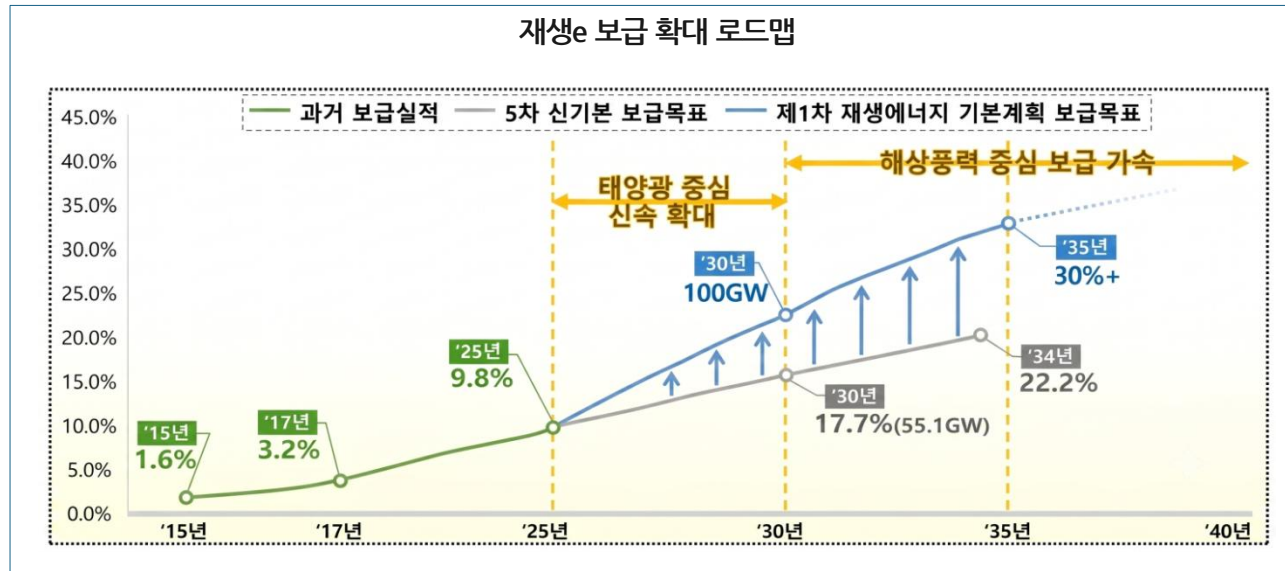
- 태양광 설비 이격거리 적용 금지 법안 통과(9월 시행). 시행령상 주거지 인근 200m, 도로 인근 100m 내는 예외
- 영농형 태양광법 통과, 하반기(11월 예상)부터 본격 시행 예정. 설치허가 기간은 8년에서 최대 23~30년으로 대폭 연장
- 한국판 IRA를 통한 제조기업들의 세제혜택 제공도 추진. 7월 발표 예정이며 세액공제와 직접 재정 지원 병행하는 방안 검토

제 1차 재생에너지 기본계획 주요 내용

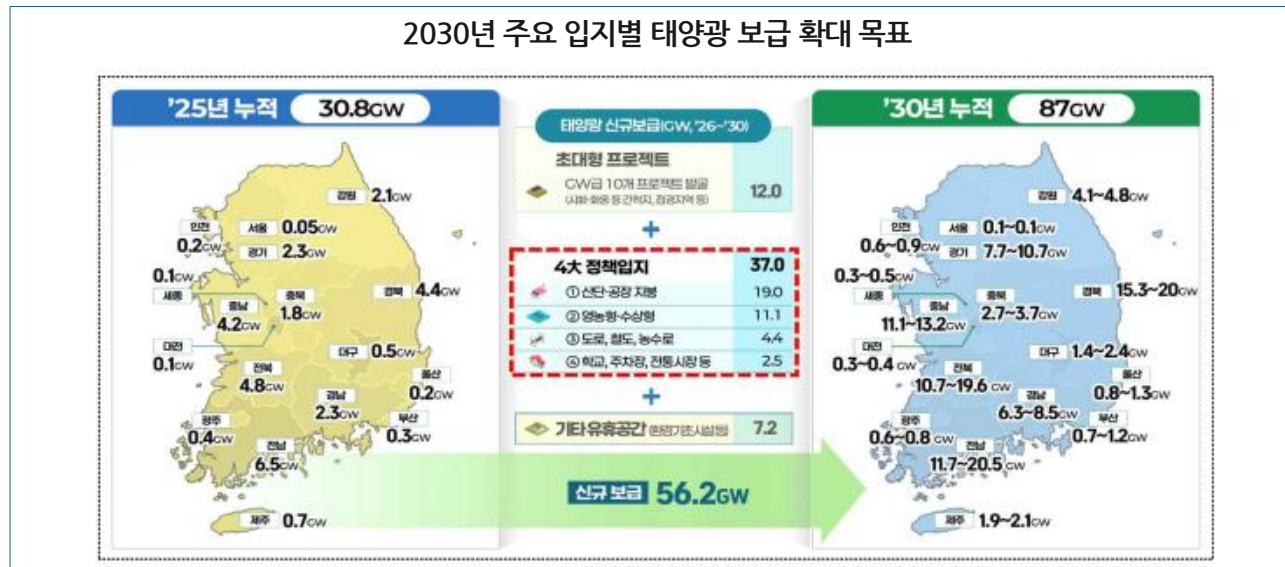
구분	보급확대 전략	주요내용
보급확대	수도권 등 계통여유지역에 초대형 플러그십 단지 구축	수도권, 충청, 강원권 등에 태양광 GW급 10개 프로젝트 발굴 (석탄발전 폐지 부지, 간척지 등)
	유휴부지 활용 4대 정책입지에 태양광 집중 보급	산단/공장, 영농형, 수상형 등 4대 입지 중심으로 차질 없이 보급
	재생에너지 주력전원화를 위한 ESS 활용 확대	ESS활용 분산형 전력망 전환, 재생에너지 패키지 사업 확산
비용 저감	태양광: 26F 150원 → 30F 100원 → 35F 80원 육상풍력: 26F 180원 → 30F 150원 → 35F 120원 해상풍력: 26F 330원 → 30F 250원 → 35F 150원	신규 사업 계약시장 제도로 일원화, 국/공유지 활용 통한 임대료 경감 국민성장펀드 등 정책금융 활용
미래 전략산업 육성	제 2의 반도체, 조선 산업으로 육성	국내 태양광 모듈/터빈 생산능력 확대
소득 공유 및 국민체감 확산	햇빛, 바람, 계통소득 전국 확산	햇빛소득마을 확대, 주민 주도 육상풍력 모델 구축, 해상풍력 바람소득 마을 추진
거버넌스 확대 및 지방정부 역할 확대	전부처, 지방정부 재생에너지 전담부처 신설	

자료: 기후부, DS투자증권 리서치센터

# 2030년까지는 태양광 집중 보급

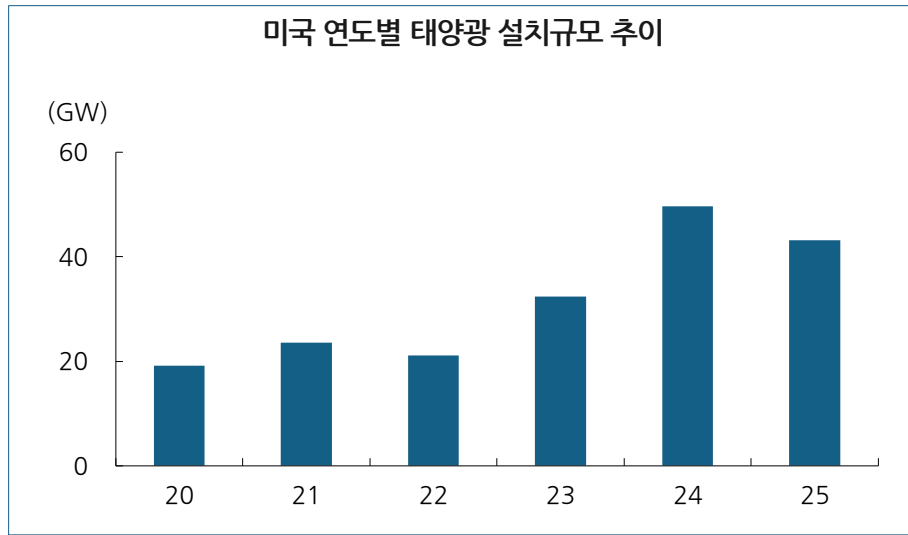


자료: 기후부, DS투자증권 리서치센터

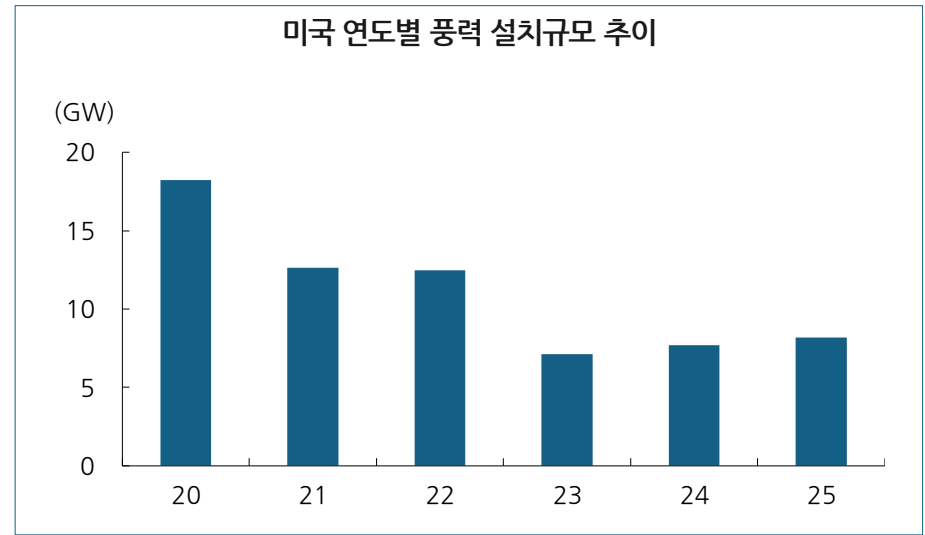


자료: 기후부, DS투자증권 리서치센터

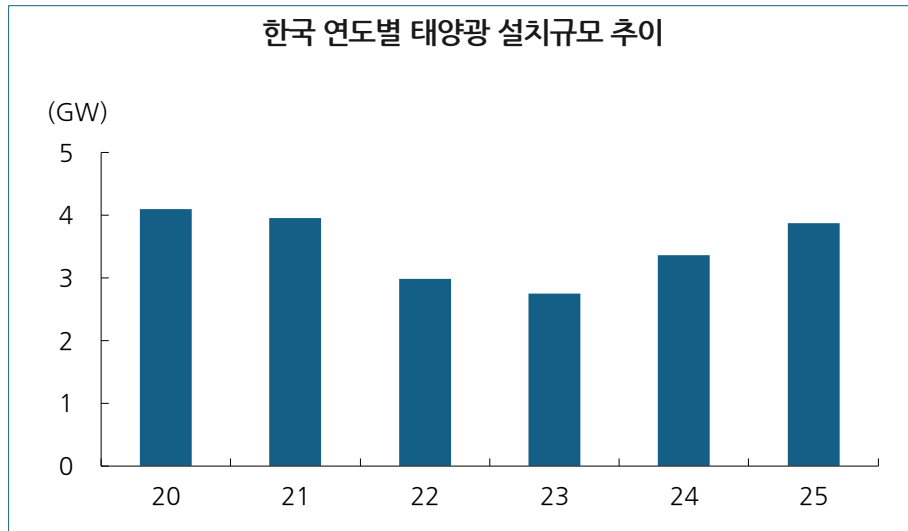
# 미국과 한국 태양광, 풍력 설치 규모 비교



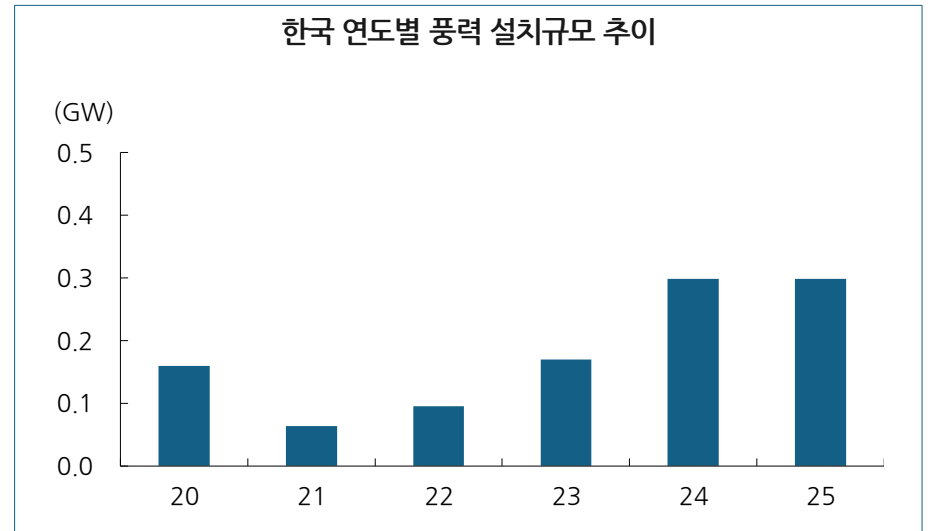
자료: SEIA, DS투자증권 리서치센터



자료: Woodmac, DS투자증권 리서치센터



자료: 재생에너지 클라우드플랫폼, DS투자증권 리서치센터



자료: 한국풍력산업협회, DS투자증권 리서치센터

# 전력망 확보 문제는 다각도로 추진해야

## ▪ ESS 대폭 활용해야

- 태양광은 낮에 많이 생산되는 만큼 남아 도는 전기 활용을 극대화하려면 ESS 많이 깔아야 함
- 2030년까지 매년 11GW 씩 태양광 새로 설치되고 ESS가 태양광 피크 출력의 40~60%를 흡수한다고 가정하면 매년 필요 설치량은 4~6GW(출력기준)
- 2025년부터 본격화되고 있는 BESS 중앙계약시장은 연간 입찰규모 약 1GW 수준(1-2차 합산)으로 규모 대폭 키워야 할 것으로 예상

## ▪ 신규 송전망 확충, 민간 참여 허용

- 신규 송전망 확충은 필수이며 속도를 내기 위해 송전망 건설을 민간 기업에도 허용. 경쟁입찰을 통해 사업권을 확보하게 되며 완공 후 운영은 한전이 유지
- 관련 법인 전력망 3법 하반기 본회의 통과하면 실제 시행은 내년부터 가능할 전망

## ▪ 장기적으로는 VPP 시장 확대로 이어질 것

- DR(수요 반응)을 통한 전력수요 관리도 중요해질 것이며 VPP(가상발전) 시장 확산으로 이어질 것

구분	기준	연간 필요량	2030 누적 필요량	비고
태양광	신규 설비	11GW/년	55GW	정부 목표치 참고
출력	태양광의 40~60% 대응	4~6GW/년	20~30GW	피크/출력 대응
저장용량	4시간 저장 기준	16~24GWh/년	80~120GWh	낮→저녁 이동

자료: DS투자증권 리서치센터



자료: 한국전기연구원, DS투자증권 리서치센터

# 전력망 3법 개정, 송전망 민간에 개방

## ■ 전력망 3법 개정 통해 민간 기업들의 송전망 시장 3년간 참여 허용

- 법 개정을 통해 입지 선정부터 환경평가, 시공까지 송전망 건설 사업 전반에 걸쳐 민간이 시행할 수 있도록 함
- 단 건설 후 소유 및 운영은 여전히 한전에 귀속됨. 3년 간 시행되며 추후 재시행 여부 검토 예정이며 하반기 본회의 통과 예상
- 11차 장기 송변전설비계획(2024~2038)에 따르면 72.8조원의 투자 필요할 것으로 전망

## ■ 국내 전력 시장도 변화 시작된 것

- 국내 전력 시장은 대표적인 중앙 집중형 방식의 전력공급 형태
- 2030년까지 태양광 발전 집중 공급, 용인 반도체 클러스터 조성 등으로 전력망 확충 시급. 기존 구조에서는 빠른 대응 어려워
- 정부가 발표한 재생에너지 기본계획 실행력 높으려면 송전망 민간 개방은 필연적 수순이라 판단
- 이처럼 국내 전력 시장 변화가 본격화되고 있는 만큼 전력 인프라 기업들에게는 많은 기회 있을 것으로 예상

국내외 전력산업 구조

구분	미국	독일	영국	일본	프랑스	한국
소유 형태	민영+국영 (약 3,000개)	민영 (5개)	민영 (36개)	민영 (10개)	국영(1개) +민영	국영 (1개)
발전 (전기생산)	경쟁	경쟁	경쟁	경쟁	경쟁	경쟁
송배전망	독립법인	독립법인	독립법인	독립법인	독립법인	미독립
소매	경쟁	경쟁	경쟁	경쟁	경쟁	독점

자료: DS투자증권 리서치센터  
 주: 독일과 일본은 일부 정부가 지분 소유하고 있는 회사도 존재

전력시장 개방으로 생길 수 있는 시장

서비스	주요 사례	주요 관련 기업
전기·가스 묶음 판매	통신사 결합상품처럼 전기+가스+통신을 한 회사에서 한 번에 청구	도요가스, 소프트뱅크, 오사카가스
에너지 종합 관리	한 회사가 전기·가스 절약 컨설팅부터 요금 관리까지 원스톱 제공	Oracle, Itron, Uplight
에너지 절약 컨설팅	고객 요청에 따라 전기·가스 요금 줄이는 방법 분석·제안	Oracle, Itron, Uplight
에너지 저장 (ESS)	남는 전기를 배터리에 저장했다가 비쌀 때 팔거나 피크 시간에 공급	Fluence Energy, NextEra Energy, Tesla
가상 발전소(VPP)	태양광·풍력·배터리·EV 등 소규모 발전 설비를 하나로 묶어 발전소처럼 운용	Shell, Tesla, Sunrun, Lunar Energy
빅데이터 활용	가정 에너지 관리 시스템으로 소비 패턴 분석, 맞춤 서비스 제공	BEEGY, E.ON, AEP, Enel

자료: 녹색기술센터, DS투자증권 리서치센터

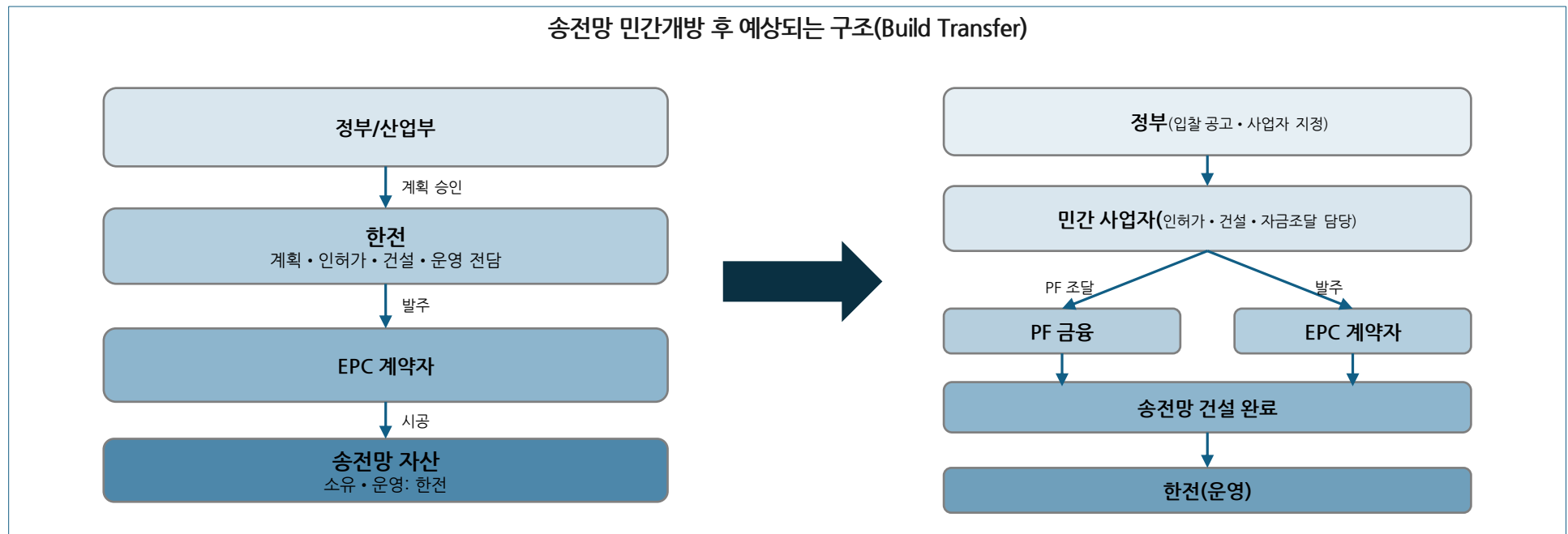
# 더 이상 미룰 수 없는 전력망 투자

## ▪ 국내 송전망 투자 지연은 만성적인 문제

- 주민 수용성, 인허가 등의 문제로 한전의 신규 송전망 구축이 제때 이루어지고 있지 못하는 상황
- 전기법에 포함된 송변전설비사업 중 50% 이상이 지연 중이거나 지연이 예상되고 송변전 설비계획도 제자리
- 여기에 한전의 악화된 재무구조로 국내 전력망 시장은 대규모 투자가 사실상 불가능

## ▪ 민간 개방으로 기업들은 필요한 전력망 선제적 구축이 가능해짐

- 최근 국내도 시데이터센터가 도입되고 있으며 태양광 중심의 재생에너지 발전원 급증이 예상
- 특히 시데이터센터는 GW급 규모로 구축이 될 것으로 전망되고 있어 적기에 전력 공급이 되어야 함
- 송전망 민간에 개방되면 필요한 전력망 조기에 확보가 가능하며 전력 수전 권리 확보도 가능할 것
- 컨소시엄 형태로 구성되어 입찰 진행될 것으로 추정하며 '수요자+건설사+금융+전력인프라'가 가장 이상적



자료: DS투자증권 리서치센터

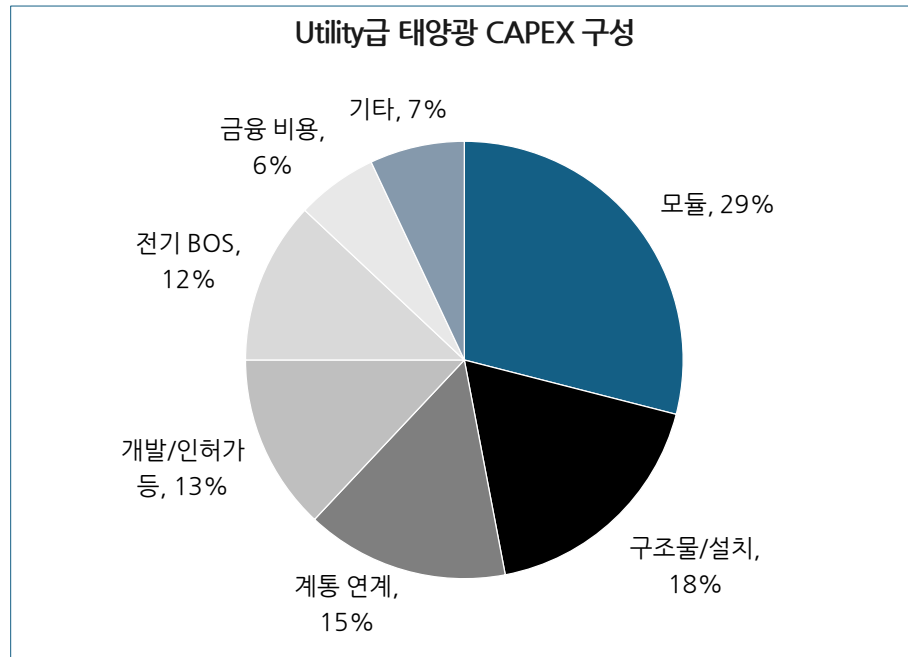
# 정책 목표와 충돌하는 금리 환경

## ▪ 금리 인상과 재생에너지 보급 확대가 동시에 이루어지기는 어려워

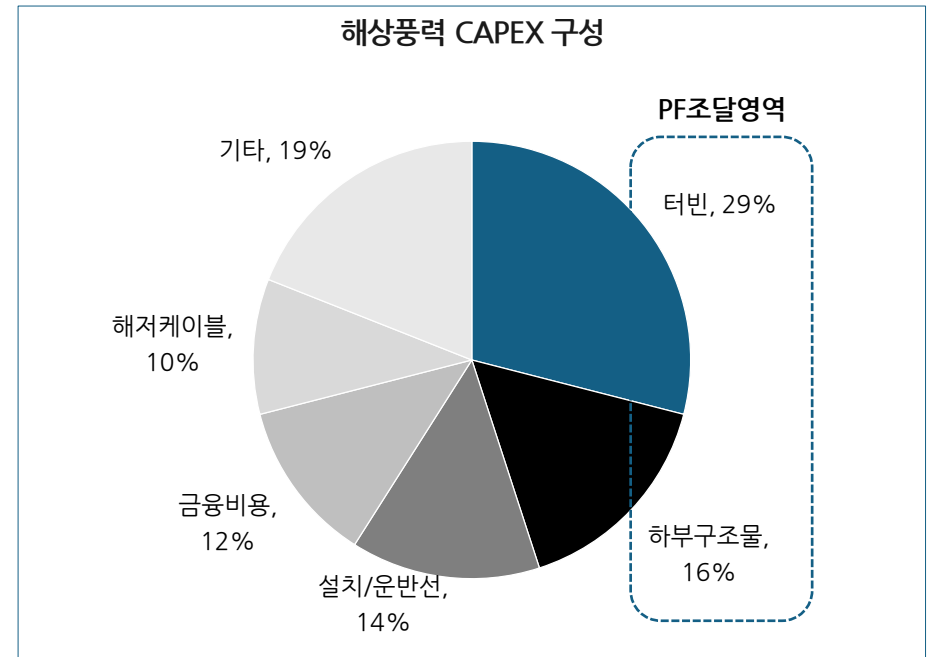
- 최근 국내 기준 금리 인상 가능성이 커지고 있으며 내년 초까지 금리 인상 사이클 이어질 것으로 전망
- 금리 민감도 높은 해상풍력은 금리 인상 시기에는 불리하며 이미 2022~2023년 미국의 기준금리 인상을 통해 경험
- 태양광은 상대적으로 금리 영향 낮으나 자금조달을 통해 프로젝트 진행되는 만큼 CAPEX 부담 높아질 수 밖에 없어

## ▪ 정책자금 투입과 함께 리스크 프리미엄을 줄이는 방안 필요

- 해상풍력은 국민성장펀드, 미래에너지펀드 등 정책펀드를 통해 투자 확대를 추진. 국민성장펀드 1호 사업이 '신안우이 해상풍력'이었으며 총 사업비의 22% 투자
- 육상풍력도 보증 지원 규모를 PF 대출금액의 70%까지 확대를 검토하고 있음
- 다만 정책펀드 활용만으로는 금리 인상 시기에 프로젝트 리스크 완전 제거 어려워
- 빠른 인허가와 장기 PPA 체결, 장기 고정금리 지원, 정부 보증 등이 복합적으로 적용되어야 함



자료: IRNEA, DS투자증권 리서치센터



자료: IRNEA, DS투자증권 리서치센터

# 금리 인상이 해상풍력에 미치는 영향

## ■ 2022~2023년 미국과 유럽에서 해상풍력 프로젝트 대거 중단

- 인플레이션, 공급망 문제도 있지만 금리 급등이 가장 크게 영향을 주었음
- 덴마크 해상풍력 개발사인 Orsted는 프로젝트 취소 요인으로 공급망 지연, 인플레이션 등을 언급했으나 금리 상승에 따른 사업 악화 강조
- Orsted는 2023년 해상풍력 관련 손실만 5조원 규모로 반영

## ■ 유럽 정부는 다시 보조금을 지급하는 방식으로 경매 방식 전환

- 유럽 해상풍력은 경매제도 통해 보급되며 영국을 제외한 나머지 국가는 대부분 보조금이 없는 무보조금 형태로 운영
- 다만 인플레이션, 고금리 여파로 프로젝트 개발비용이 늘어나면서 위와 같은 방식의 경매제도가 현실과 맞지 않음. 24~25년 경매에서 무 입찰 사례 빈번하게 발생
- 현재 CFD(차액계약) 형태로 전환 중이며 발전업체들의 수익성을 보장해주는 구조. 전력공급업체가 높은 가격에 전기를 사가며 이를 소비자게 전가하는 방식
- 영국은 사업자들의 장기 현금흐름 확보를 위해 수익성을 보장해주면서 8.4GW 규모의 해상풍력 용량 확보

2022~2023년 미국과 유럽에서 중단되거나 취소된 주요 해상풍력 프로젝트

일정	프로젝트명	지역	규모	요약
23년5월	트롤빈드	노르웨이 베르겐 외곽	1,000 MW	에퀴노르, 파트너사들과 기술 가용성 문제와 비용 상승으로 프로젝트 보류
23년7월	커먼웰스 윈드	미국 매사추세츠	1,200MW	아반그리드, 거시환경악화로 PPA 취소 약 4,800만 달러의 위약금 발생
23년7월	노퍽 보레아스	영국 북해	1,400 MW	바덴폴, 비용급증(약 40%) 및 정부지원 협상 실패로 프로젝트 취소
23년7월-10월	레블루션 윈드 2	미국 로드아일랜드	884 MW	고금리, 자본 비용 상승, 공급망 비용 증가 등 거시환경악화로 주 전력회사입찰 거절
23년10월	사우스코스트 윈드	미국 매사추세츠	1,200MW	사우스코스트 윈드, 사업성 악화로 위약금(6,000만 달러) 내고 PPA 최종 해지
23년10월	파크 시티 윈드	미국 코네티컷	804 MW	아반그리드, 사업비 상승으로 PPA 해지신청 1,600만 달러 위약금 지불 합의
23년11월	오션윈드 1,2	미국 뉴저지주	2,200 MW	오스테드, 거시경제 환경 악화 및 수익성 저하로 프로젝트 취소
23년11월	해상풍력발전단지	노르웨이	-	오스테드, 투자 우선순위 조정에 따라 노르웨이 해상풍력단지 입찰 참여 철회
23년12월	아이스브레이커 윈드	미국 오하이오주 클리블랜드이리호	풍력 터빈 6대 규모	민간개발사, 재정지원 철회와 비용상승으로 인해 북미 최초 담수 해상풍력 프로젝트중단

자료: 언론보도 종합, DS투자증권 리서치센터

# 해상풍력특별법, 기존 사업자에 대한 기준 마련 시급

## ■ 조 단위 해상풍력 프로젝트들의 중단

- 사업비 약 5조원에 달하는 안마해상풍력과 6조원 규모인 반딧불이 해상풍력 프로젝트 중단
- 한국에서 해상풍력 프로젝트를 진행하려던 해외 개발사들이 국내 시장에서 철수하거나 사업규모를 축소하는 중
- 국내의 경우 해상풍력발전 사업허가를 받은 프로젝트들 중 50% 이상이 외국기업 소유로 추정

## ■ 해풍법 시행 시작되었으나 기존에 허가 받은 프로젝트들의 제도적 혜택 정리 필요

- 올해 3월부터 시행된 해풍법은 정부가 입지를 지정하고 그 안에서 입찰이 진행되는 구조임
- 기존에는 사업자들이 입지를 선정하고 인허가를 진행해왔으며 그 규모가 약 30GW에 달함
- 새로운 제도 안에서 기존에 허가 받은 프로젝트들도 입찰 경쟁에 참여해야 하는지 여부가 불분명
- 결국 시간이 계속 지체되고 있는 부분이 국내에서 해상풍력 프로젝트 개발 속도를 더디게 하고 있음

해상풍력 특별법 시행 전후 비교

분류	주체	기존	변경후	감소폭	상세 내용
입지 선정 단계	정부(기후부, 해수부)	60 개월	32 개월	28 개월	[해상풍력 인허가 지원 방안] 환경영향평가: 주민수용성, 경제적 분쟁 등 환경 외 사항에 대한 보완 요청 최소화+검토기한(20일), 협의기간(45일) 준수로 신속 협의 추진
사업계획 구체화 단계	사업자	42 개월	17 개월	25 개월	안전검사: 인력증원, 절차개선을 통한 소요기간 기존 2개월에서 1주로 단축 * 검사인력 증원+해상 터빈 설치 완료 후 검사항목 115개 중 100개 육상 사전 검사 해양이용영향평가: 개별 사업 특성에 맞춰 사전 컨설팅을 통해 항목을 조정하고 평가서 보완 요구 횟수를 최대 2회로 절차 합리화 (현행: 14개 항목 일률적 규정 → 개정: 불필요한 항목 생략 가능하도록 조정)
각종 인허가 단계	정부(기후부)	60 개월	27 개월	33 개월	[계회입지 주요사항] 예비지구: 후보지 발굴을 위해 해상고도별 과거 풍황 재현 데이터 및 입지정보망을 활용해 부처간 협의를 거쳐 예비지구 지정 발전지구: 기본설계 수립과 함께 풍황계측을 통한 경제성 평가와 환경성 조사, 수용성 확보 등 요건을 충족한 경우 발전지구 지정
합계		13.5 년	6.3 년	7.2 년	수용성제고: 지방정부의 민관협의회 운영을 통해 입지발굴 단계에서부터 기본계획, 이익공유 및 지역상생 방안을 논의해 수용성 확보 제고 인허가의의제: 위원회의 심의/의결을 거쳐 해상풍력발전사업 실시계획 승인을 받은 경우 28개 법률의 42개 인허가 의제로 사업 지연 방지

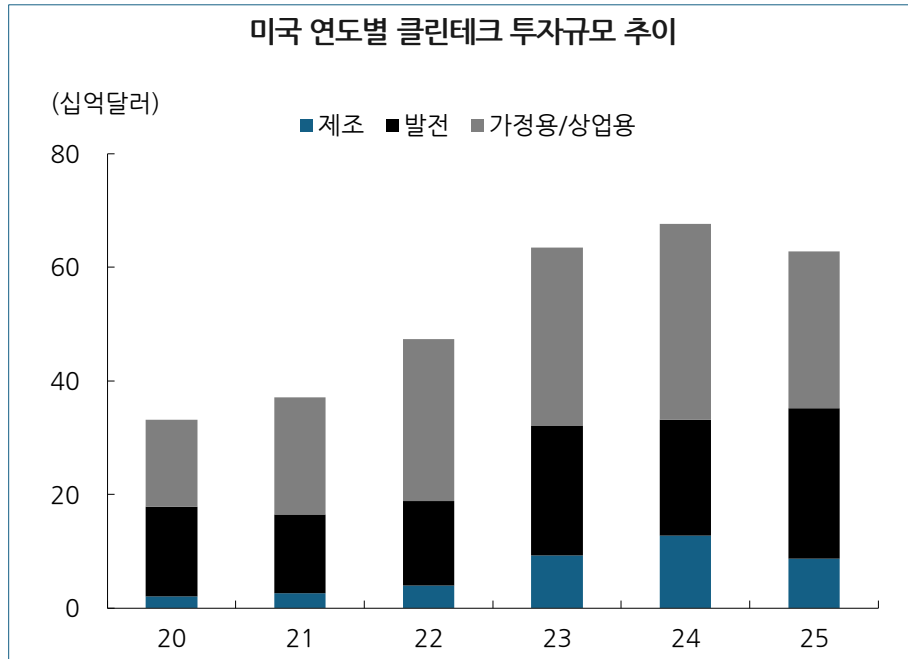
자료: 기후부, DS투자증권 리서치센터

# 결국 정책 구체화 및 장기화 필수

## ■ 국내 기업 투자의 핵심은 장기 수요

- 정부가 추진하고 있는 재생에너지 보급 확대, 국내 공급망 확산은 미국 IRA처럼 장기간 혜택이 뒷받침 되어야 함
- 그 이유는 단순 보조금을 넘어 제조기업들의 투자를 유도하며 고용 창출, 공급망 재편 등의 효과들이 나타났기 때문
- 국내 태양광 모듈의 경우 GW 단위로 생산시설 갖추고 있는 기업 극소수이며 당사 커버리지 기준 합산 CAPA는 3.7GW에 불과
- 정부에서 발표한 국내 태양광 모듈 생산능력도 25년 기준 연간 6GW이며 30년 10GW 이상으로 확대 목표
- 국산 사용 의무화, 추가 인센티브 부여, 인증강화 등을 통한 국내 공급망 보호 계획 중이나 기업들의 대규모 CAPEX 이끌어내기에는 부족
- 결국 구체적인 기간을 명시한 인센티브 정책이 나와야 할 것이며 최소 5~10년간 시장이 유지될 가능성이 높은 방안들 필요

## ■ 7월에 발표될 세법개정안, 하반기 국내 재생에너지 산업에 가장 중요한 분기점 될 것



자료: Clean Investment Monitor, DS투자증권 리서치센터

친환경기술	#1	#2	#3	#4
배터리	한국 \$27bn	일본 \$12bn	중국 \$3bn	호주 \$1bn
태양광	한국 \$1.9bn	캐나다 \$1.8bn	중국 \$1bn	스위스 \$0.4bn
친환경차	한국 \$1.4bn	일본 \$0.9bn	독일 \$0.4bn	베트남 \$0.2bn
핵심광물	중국 \$0.9bn	캐나다 \$0.7bn	호주 \$0.5bn	프랑스 \$0.02bn
풍력	노르웨이 \$0.34bn	덴마크 \$0.27bn	독일 \$0.26bn	한국 \$0.2bn
수전해장치	벨기에 \$0.04bn	노르웨이 \$0.01bn	-	-

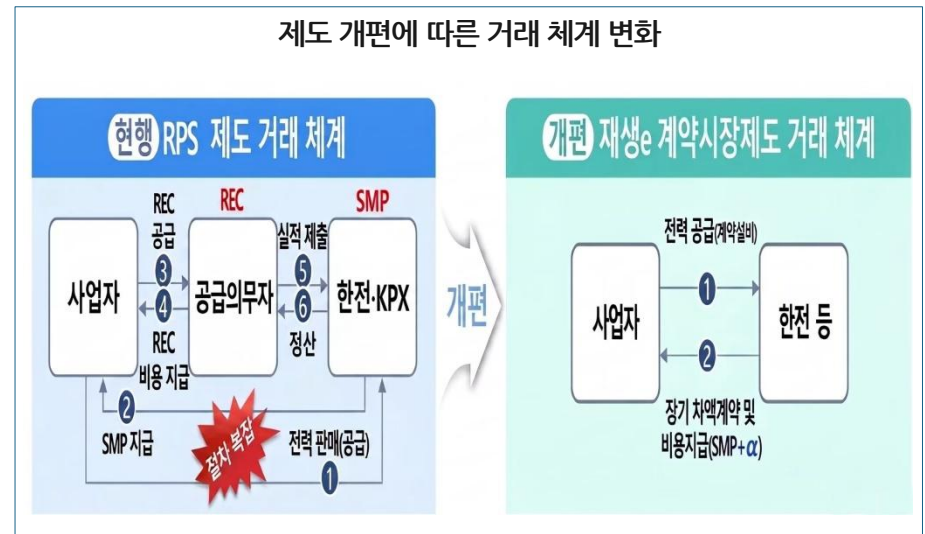
자료: Clean Investment Monitor, DS투자증권 리서치센터

# 설비 확대 중심 정책, 태양광의 수혜

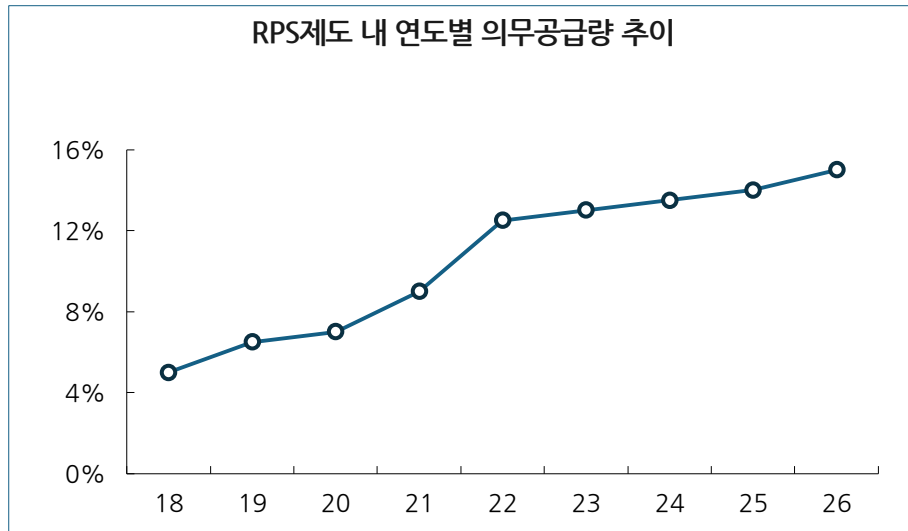
## ▪ RPS제도 폐지, 설비용량 단위로 재생에너지 의무 부과

- 기존 발전비중 의무 방식의 제도에서 '설비용량' 보급의무로 전환
- 따라서 RPS제도에서 존재했던 REC 발급은 올해 말까지이며 내년부터 신규 REC 발급 중단. 또한 내년부터는 계약 시장 제도로 일원화
- 많이 깔아야 하는 제도로 전환되는 만큼 공공기관 중심의 설비용량 확보 경쟁 확산될 전망
- 이미 발전 공기업들은 공공주도 산단 태양광 발전사업을 추진하고 있으며 건물 지붕/주차장을 활용한 태양광 공동개발. 수자원공사는 2030년까지 재생에너지 설비를 100GW규모로 확대할 계획

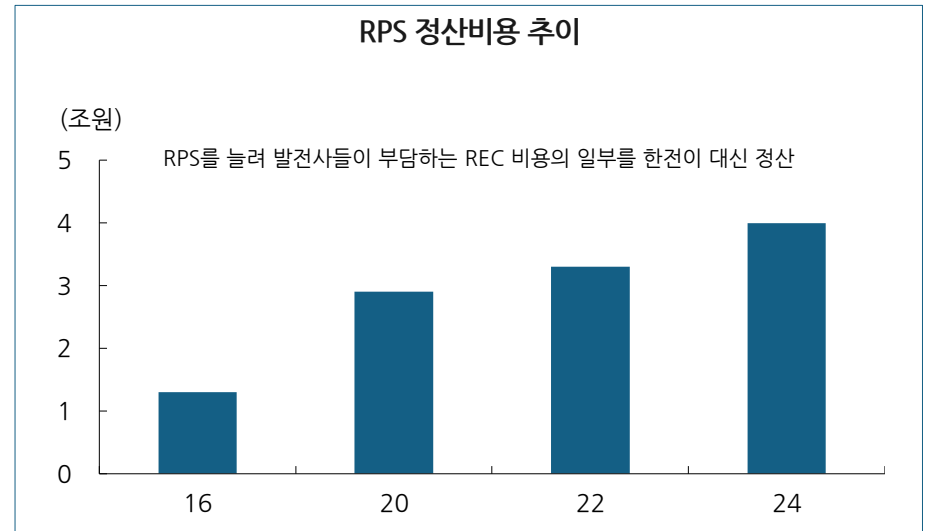
## ▪ 정책 방향과 시간을 고려하면 태양광 기업들의 수혜가 클 전망



자료: 기후부, DS투자증권 리서치센터



자료: 한국에너지공단, DS투자증권 리서치센터



자료: 기후부, DS투자증권 리서치센터

## [연료전지]

# 명확한 성장의 방향

안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2650

joowonahn@ds-sec.co.kr

# 이제 연료전지는 대세

## ■ 현재 주류인 SOFC는 발전효율 높고 빨리 지을 수 있어

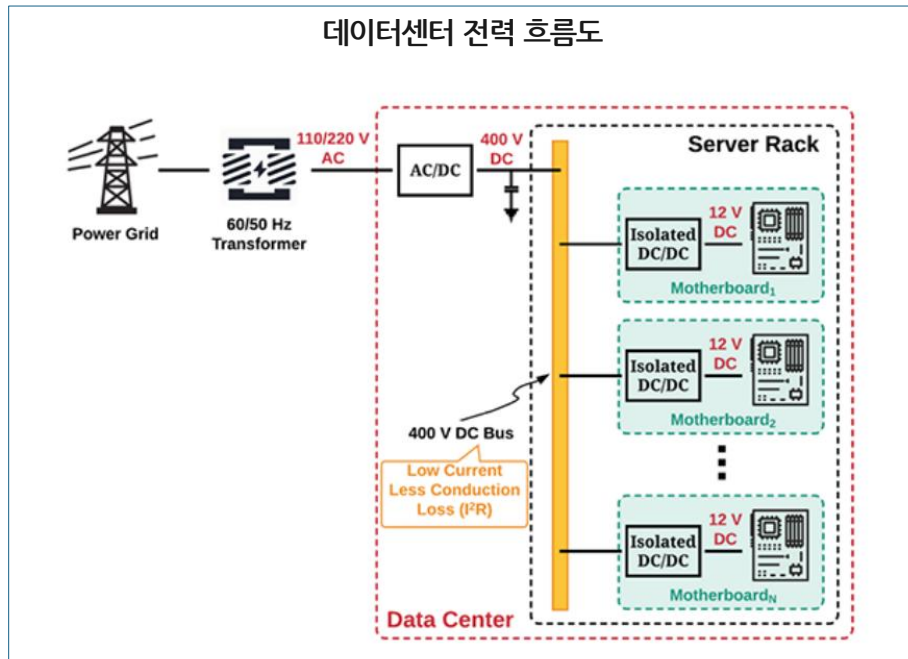
- 연료전지는 말 그대로 연료만 계속 넣어주면 24시간 전력 생산 가능
- 또한 설치 면적이 작아 수요지 근처에서 전력 생산 가능(10MW 연료전지 필요면적 약 600평 VS 태양광 10만평) → 송전망 의존도 낮고 1년 이내 설치 가능

## ■ 직류(DC) 특성을 지닌 데이터센터에 적합

- 데이터센터 서버와 GPU는 직류로 작동, 현재 전력 공급 방식은 교류를 직류로 전환하다 보니 과정에서 전력 손실 발생
- 연료전지 자체가 직류 발전원으로 DC 발전 → DC 직접공급(인버터 필요 없음) 가능해 AI데이터센터 전력 파트너로 급부상

## ■ 천연가스 인프라 활용도 높은 점도 장점

- 천연가스 개질 방식 비중은 약 90%로 주성분인 메탄을 개질 장치를 이용해 수소로 변환시키는 과정
- 이는 기존 천연가스 인프라 활용이 가능하며 다른 연료 대비 낮은 비용으로 경제성이 높기 때문임



자료: MPEL, DS투자증권 리서치센터

## 연료전지 발전량의 우수성

구분	내용	비고	
설치비 (\$/Kw)	연료전지	3,171	Bloom Energy ASP 기준이며 실제 설치비용은 더 높을 것으로 추정
	태양광	691	
	육상풍력	1,041	
설비 이용률	연료전지	90%	
	태양광	17%	
	육상풍력	34%	
발전량 (Mwh)	연료전지	7,884	1MW 기준. 연간 총 시간 8,760시간 (365*24시간) x 설비이용률
	태양광	1,524	
	육상풍력	2,978	

자료: IRNEA, DS투자증권 리서치센터

# 'ESG'와 '전력 수요'가 달랐던 과거와 현재

## ■ 수소 인프라 확보가 우선되었던 시장

- 2021~2022년 미국을 중심으로 열풍을 분 친환경 에너지. 이에 따라 해상풍력을 활용한 그린수소 생산이 우선시 되었음
- 연료전지는 타입에 관계없이 천연가스, 바이오가스, 디젤 등 연료 선택 자유도가 높음에도 ESG 열풍으로 태양광/풍력 대비 주목 받지 못함
- 하지만 미국은 해상풍력 산업 후퇴, 유럽도 고금리/고비용 이슈 등으로 해상풍력 신규 설치규모 증가세 둔화

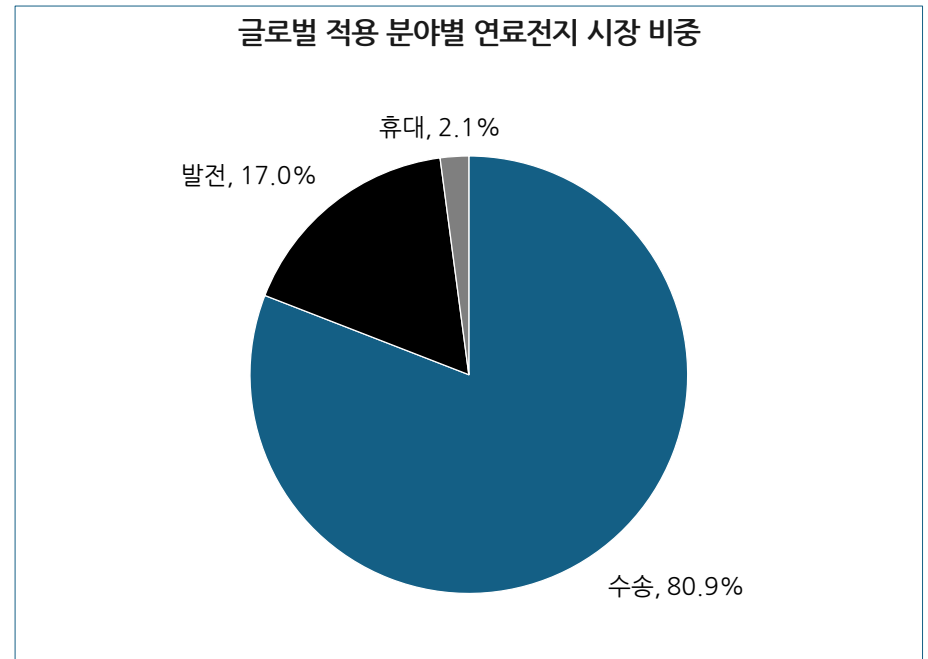
## ■ 발전용 보다는 자동차용 연료전지 개발에 집중

- 수소 투자 붐이 불던 시기에 국내외 완성차 업체들이 수소차 개발에 뛰어들면서 연료전지도 수소차용 연료전지 개발에 집중(24년 기준 PEMFC M/S 70%)
- 이후 수소차 시장 축소로 자동차용 연료전지를 발전용으로 전환 중이나 새롭게 기술을 개발해야 하는 만큼 진입장벽 존재
- 처음부터 발전용으로 효율이 좋은 SOFC 연료전지를 개발한 업체는 블룸에너지가 유일하며 핵심기술에 대한 특허 다수 보유

## ■ 국내에서는 두산퓨얼셀이 SOFC 타입 생산 중

기업명	연료전지 타입	주요 사업분야
Bloom Energy	SOFC	발전용
Plug Power	PEMFC	모빌리티
FuelCell Energy	MCFC	발전용
Ceres Power	SOFC(스틸셀)	발전용
Power Cell	PEMFC	모빌리티
두산퓨얼셀	PAFC, SOFC	건물/발전용
에스퓨얼셀	PEMFC	건물/발전(보조전원)
범한퓨얼셀	PEMFC	모빌리티(선박)

자료: 각 사 종합, DS투자증권 리서치센터  
 주: 시스템 기업만 조사



자료: Mordor Intelligence, DS투자증권 리서치센터

# 신규 진입이 어려운 연료전지

- 연료전지는 타입별로 주요 활용처가 다르며 적용되는 기술도 상이
- 발전용 연료전지에 특화된 기업은 미국의 블룸에너지(SOFC)와 국내 두산퓨얼셀(PAFC) 정도이며 경쟁사들은 대부분 수송용(PEMFC)으로 개발
- PEMFC 방식은 주로 수소차에 적용되는데 현재 수소차 생태계 형성이 되고 있지 않아 상용화는 부진
- SOFC, PAFC도 쓰이는 소재와 작동 온도, 개질 방식, 열활용 등에서 모두 다른 기술이 적용되는 만큼 신규 진입 및 전환이 어려움
- 따라서 오랜 기간 발전용 연료전지 기술을 축적한 기업들이 향후 시장이 성장할 때 유리할 수 밖에 없음

		작동온도	발전효율	전해질	발전출력	용도
저온형 연료전지	고분자 전해질 연료전지 (PEMFC)	50~100℃	35%	고분자막	수kW~수백kW	건물/수송
	인산형 연료전지 (PAFC)	150~250℃	42%	인산염	수십kW~수백kW	건물
고온형 연료전지	용융탄산염 연료전지 (MCFC)	650℃	47%	용융탄산염	수백kW~수십MW	분산/대규모 발전
	고체산화물연료전지 (SOFC)	600~900℃	55~70%	고체산화물	수kW	건물/분산 발전

※ 개질기: 화석연료로부터 수소를 발생시키는 장치로 시스템에 악영향을 주는 황, 일산화탄소 제어가 핵심 기술  
 ※ 전해질: 수소와 산소가 만나 생성된 전기를 외부로 흐르게 해주는 역할

자료: 에너지경제연구원, DS투자증권 리서치센터

# 미국에서 진행될 백스톱 전력 경매

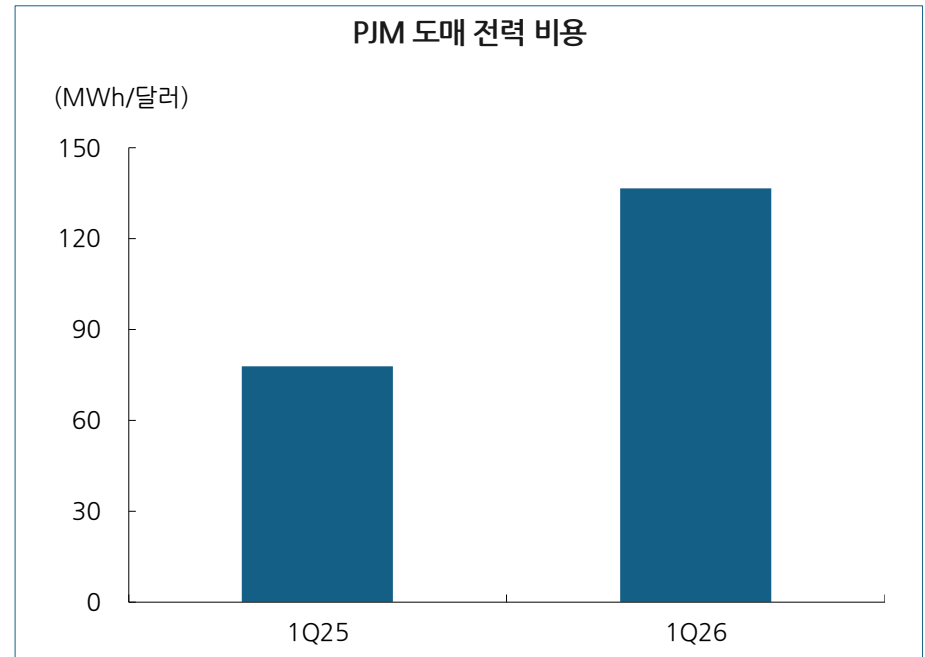
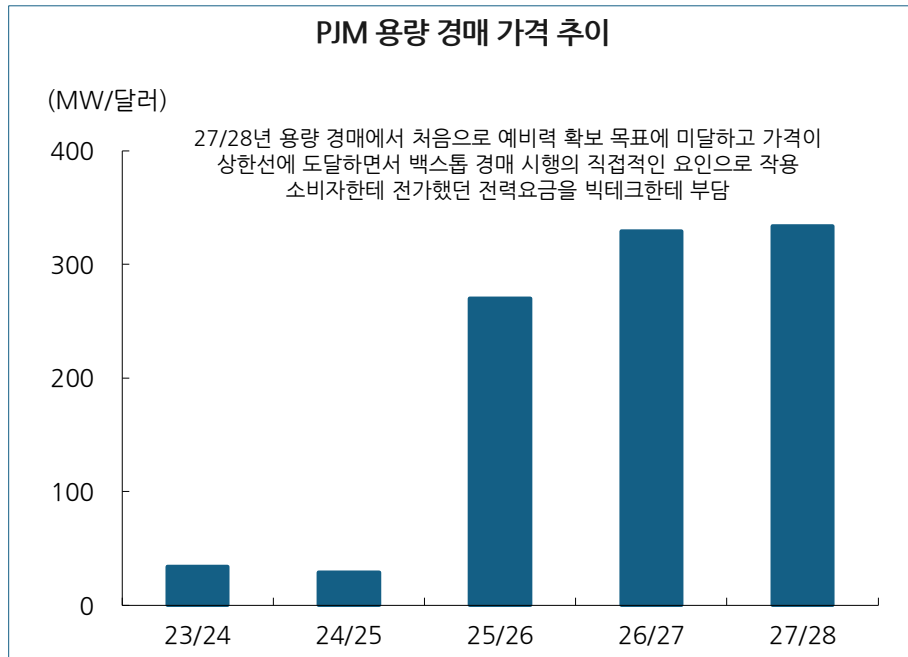
## ▪ PJM은 9월 백스톱 경매 실시 예정

- AI데이터센터가 급격히 커지면서 미국 최대 전력망인 PJM에서 전력 공급 부족 현실화. 지난해 12월 경매에서 예비력 확보 실패
- 이에 트럼프 정부에서 올해 1월 BYOG(Bring Your Own Generation)를 선언하면서 PJM이 백스톱 신뢰성 경매 구체화
- 빅테크가 신규 발전소에 필요한 장기 전력 구매계약(PPA) 체결 → 발전사가 계약을 담보로 발전소 건설
- 경매 입찰 주체는 빅테크와 발전사업자 모두 해당되며 9월에 진행되는 경매는 수의계약 형태에 가까울 것

## ▪ 많은 것들이 보여질 경매 결과

- 9월에 시행되는 경매를 통해 빅테크가 어떤 발전원으로 어느 발전사와 계약했는지에 대한 정보들이 흘러나올 것
- 시간, 비용, 전력 공급 물량 등 여러 요인들을 고려해 수요자와 공급자간 협상이 이루어질 전망이며 향후 발전원별 선호도 확인 가능

## ▪ 데이터센터 시장이 커지는 한 이러한 경매 방식 고착화 될 가능성 높음



자료: PJM, DS투자증권 리서치센터  
 주: 용량경매 가격은 발전사들이 1MW 설비를 대기시키는 대가로 받는 비용(대기 예약금)  
 발전사(전기 생산) → LSE/유틸리티 → 소비자 구조로 흘러감

자료: PJM, DS투자증권 리서치센터

# 데이터센터 비상용 디젤발전 규제 강화

## ■ 미국 버지니아, 7/1부터 디젤발전에 대한 배출규제 강화

- 7/1부터 신규 데이터센터의 대기배출 허가 신청 건에 대해 강화된 규제가 적용. 대기오염물질 배출량을 Tier 4 규제 수준까지 줄여야 함
- 25년 말까지 설치 허가 받은 디젤 발전기의 70% 이상이 Tier 2 규격을 충족하고 있음. 신규 제도 기준에 못 미치면 사실상 데이터센터 인허가 어려워짐

## ■ 디젤발전 용도 변화와 유지보수에서 나오는 문제 커

- 백업 발전기를 시험 운전하며 배출되는 대기오염 물질 증가, 전력 부족 문제로 준 발전소처럼 활용되는 사례 늘어나며 디젤발전기 규제로 사용 축소 유도

## ■ 연료전지가 대체제로 부상

- 오라클은 자사 데이터센터 프로젝트에 블룸에너지 2.5GW 연료전지 도입. 기존 가스터빈과 디젤을 대체해 탄소배출 감소를 목표
- SOFC는 천연가스를 개질해 수소를 추출한 뒤 전기화학 반응으로 발전, 일반 천연가스보다 탄소 배출량이 적음

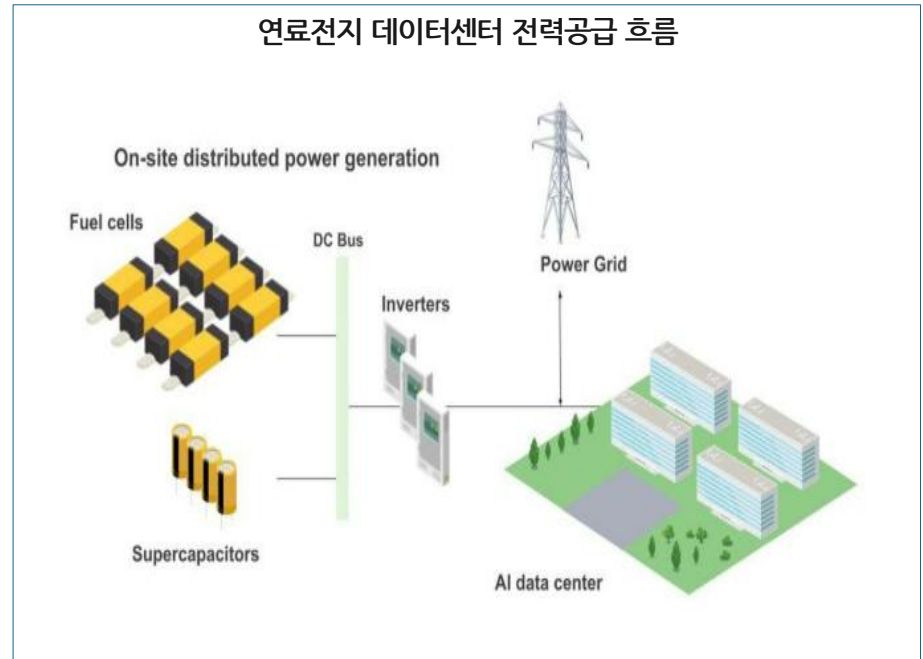
560kW 이상 디젤 발전기와 천연가스 발전 대기오염 물질 배출 비교

구분 (g/kWh)	일산화탄소	질소산화물	미세먼지	휘발성유기화합물
Tier 2	3.5	5.5	0.2	0.9
Tier 4 Final(2015)	3.5	06.7	0.03	0.19
Tier 2대비 감소율	0%	88%	85%	79%
천연가스	0.05~0.21	0.03~0.30	0.01~0.04	0.01~0.21
Tier4 디젤 발전 대비 감소율	94~98%	55~95%	0~70%	0~58%

자료: EPA, DS투자증권 리서치센터

주: Tier 4는 오염 저감 장치를 적용하기 때문에 Tier 2보다 대기오염물질 배출량 크게 낮아짐  
천연가스는 배출 저감 장치를 적용한 모델 기준

연료전지 데이터센터 전력공급 흐름



자료: Bloomenergy, DS투자증권 리서치센터

# 흔들리는 국내 연료전지 시장

## ■ 국내 발전용 연료전지 누적 보급 규모 1.5GW

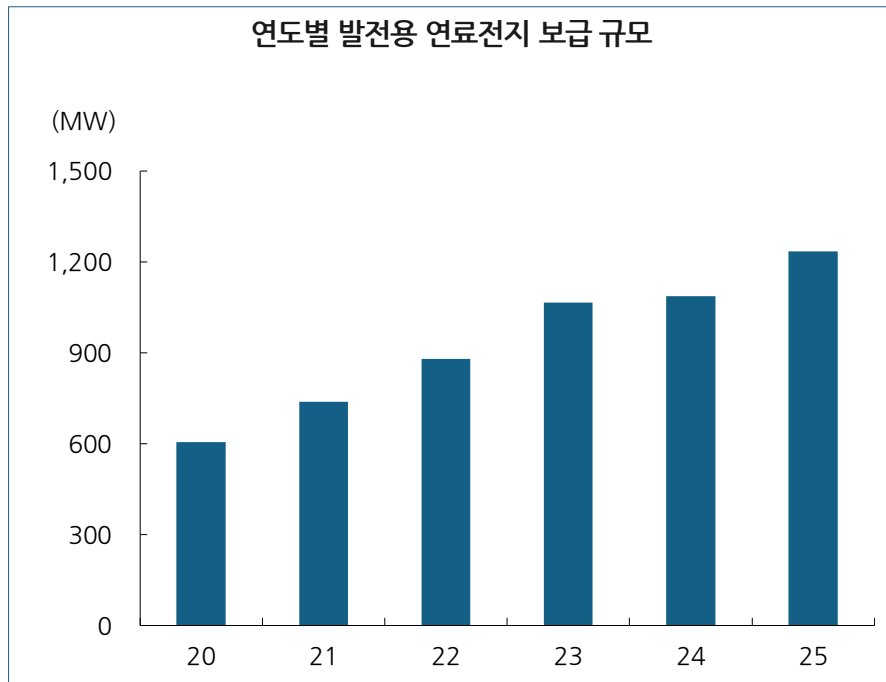
- 2026년 4월 기준 발전용 연료전지 누적 보급 규모 1.5GW로 매년 꾸준히 증가
- 2023년부터 도입된 수소발전 의무화 제도를 통해 보급 규모 늘려가고 있으며 2024년에는 청정수소 발전시장(CHPS)시장도 도입
- 연료전지는 일반수소 발전시장에 해당되며 2025년 연간 입찰물량은 1,300GWh(발전량)였으며 1,355GWh/52개 발전소가 낙찰

## ■ 하반기 입찰시장 열릴 것으로 예상하며 장기적으로는 물량 축소 전망

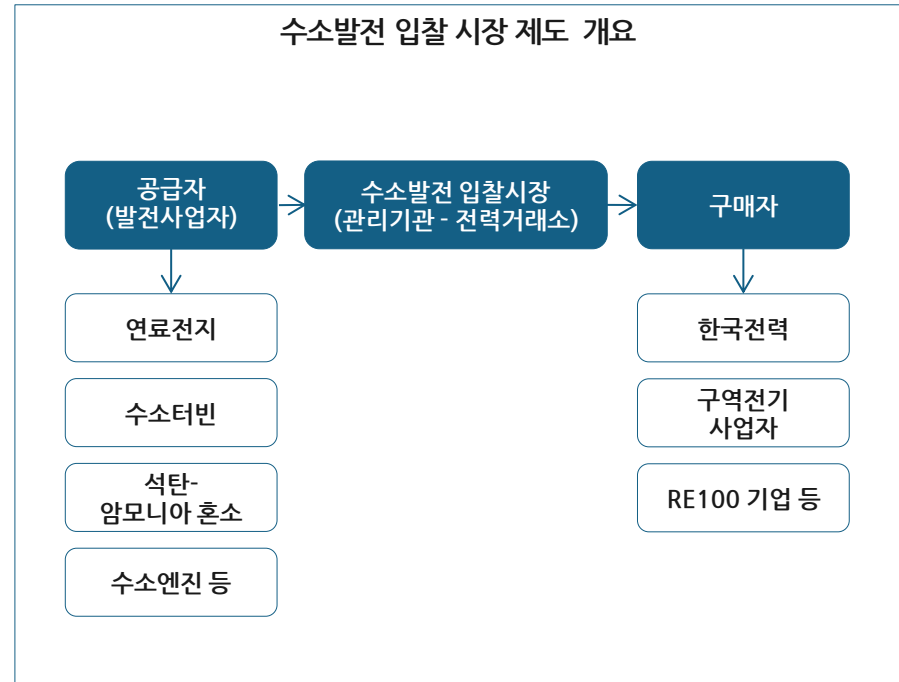
- 지난해 청정수소 경쟁입찰이 취소된 후 국내 수소시장 위기론 부각
- 하반기 청정수소와 일반수소 입찰 시장 모두 열릴 것으로 예상. 청정수소는 물량 축소 전망되며 일반수소도 장기적으로는 감소될 것으로 추정

## ■ 태양광/풍력 중심의 재생에너지 전환에서 주목 받지 못하는 연료전지

- 글로벌 시장과 달리 국내는 태양광과 풍력 중심의 에너지 전환 정책 수립되면서 연료전지는 후순위 발전원 될 전망



자료: 월간수소경제, DS투자증권 리서치센터



자료: 산업통상자원부, DS투자증권 리서치센터

# 국내 발전용 연료전지 시장 현황

수소발전 입찰 시장 구분

구분	일반수소	청정수소
주요 특징	분산형 전원 확대에 기여 (개질수소/부생수소 참여 가능) 연료전지 발전 중심	청정수소 사용에 따른 온실가스 감축 LNG-수소, 석탄-암모니아 혼소발전
입찰물량	25년 1,300GWh/年	25년 3,000GWh/年
비고	23년 6월 첫 개설	24년 5월 첫 개설

연도별 구매량(누적 기준)				
구분(GWh)	2025	2026	2027	2028
일반수소	1,300	2,600	3,900	5,200
청정수소			3,500	9,500

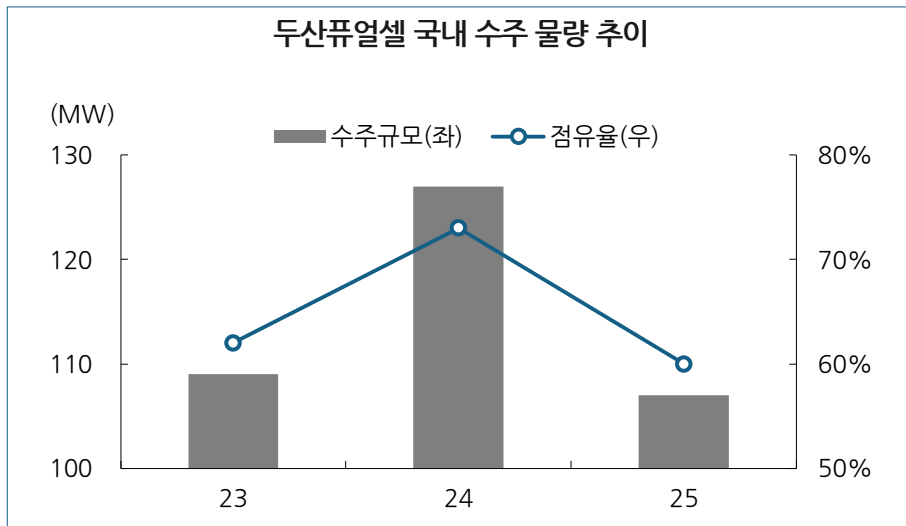
자료: 산업통상자원부, DS투자증권 리서치센터

2025년 일반수소입찰 주요 낙찰자

사업자	용량(MW)	제작사
남부발전, 씨엔씨에너지	30	두산퓨얼셀
에퀴스, 이지스자산운용	20	두산퓨얼셀
광주도시공사, 탑솔라	18.5	두산퓨얼셀
대우건설	10	두산퓨얼셀
한국종합기술	7	두산퓨얼셀
한국플랜트서비스	20	블룸SK퓨얼셀
KR에너지	10	블룸SK퓨얼셀
남동발전	9.9	블룸SK퓨얼셀
한국수력원자력	4.95	블룸SK퓨얼셀
미코	13	미코파워
HD하이드로젠	0.8	HD하이드로젠
<b>합계</b>	<b>144.2</b>	

자료: 산업통상자원부, DS투자증권 리서치센터

두산퓨얼셀 국내 수주 물량 추이



자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

## [기업분석]



HD현대에너지솔루션 (322000)

SK이터닉스 (475150)



안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2650

joowonahn@ds-sec.co.kr

# HD현대에너지솔루션[322000] \_다시 날아오를 주가

안주원 재생에너지·미드스몰캡  
02-709-2655  
joowonahn@ds-sec.co.kr

## 매수

목표주가(하향)	260,000원
현재주가(06/09)	144,000원
상승여력	80.6%

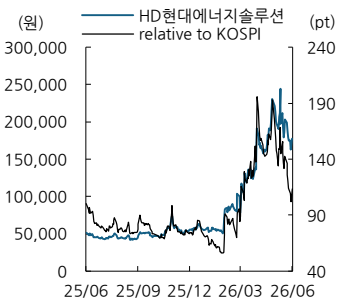
### Stock Data

KOSPI	8,096.9pt
시가총액(보통주)	1,613십억원
발행주식수	11,200천주
액면가	5,000원
자본금	56십억원
60일 평균거래량	1,251천주
60일 평균거래대금	202,767백만원
외국인 지분율	9.6%
52주 최고가	256,000원
52주 최저가	41,300원
주요주주	
에이치디한국조선해양(외1인)	53.6%
현대에너지솔루션우리사주(외1인)	1.3%

### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-27.0	-35.0
3M	36.0	-18.2
6M	156.2	60.8

### 주가차트



## ■ 투자 의견 매수, 목표주가 260,000원으로 하향

- 목표주가는 최근 주가 하락에 따른 괴리율 고려해 하향
- 2026년 실적은 매출액 6,795억원(+37.9% YoY)과 영업이익 1,257억원(+204.1% YoY)으로 추정
- 현재 정부에서 태양광을 중심으로 재생에너지로의 전환을 빠르게 구축하고 있으며 HD현대에너지솔루션의 수혜가 큰 상황
- 1분기 실적을 통해 증명했으며 분기별로 갈수록 정부정책 효과가 더 두드러지게 나타날 전망

## ■ 국내 모듈 생산시설 증설 가능성 높음

- 현재와 같은 실적 성장세와 안정적인 재무구조를 고려하면 생산시설 증설 검토도 가능
- 정부에서도 국산 태양광 제품 사용 확대 및 의무화를 추진하고 있으며 7월에 발표될 한국판 IRA에서도 국내 공급망 확대가 강조될 것
- HD현대에너지솔루션의 국내 모듈 CAPA는 약 1GW이며 전방시장 확대 속도 고려하면 GW 단위의 증설 필요할 것으로 추정

## ■ 미국 시장 대응도 잘 하고 있어

- 2026년 미국 매출액은 전년대비 36% 증가한 2,205억원으로 예상. 주택용/상업용/유틸리티 항 모두 대응 가능
- 또한 올해 2월 미국으로 수입되는 양면형 태양광 모듈 관세 종료됨에 따라 2분기부터는 미국 향 수익성도 올라갈 것
- 3월에 체결한 미국 Hillsboro 프로젝트는 공급규모가 약 1,300억원에 달하며 27년부터 실적에 본격 반영될 전망
- 이처럼 국내 뿐 아니라 미국 태양광 시장도 적극적으로 대응 중으로 전사 실적 확대에 기여할 것으로 판단

### Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	546	422	493	680	890
영업이익	18	4	41	126	169
영업이익률(%)	3.2	0.8	8.4	18.5	19.0
세전이익	-3	-3	44	127	170
지배주주지분순이익	-3	0	42	96	129
EPS(원)	-256	10	3,721	8,582	11,516
증감률(%)	적전	흑전	36,385.4	130.6	34.2
ROE(%)	-0.8	0.0	10.6	20.6	22.3
PER(배)	-109.3	1,980.6	14.7	16.8	12.5
PBR(배)	0.8	0.6	1.5	3.1	2.5
EV/EBITDA(배)	8.1	6.9	9.0	10.1	7.2

자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

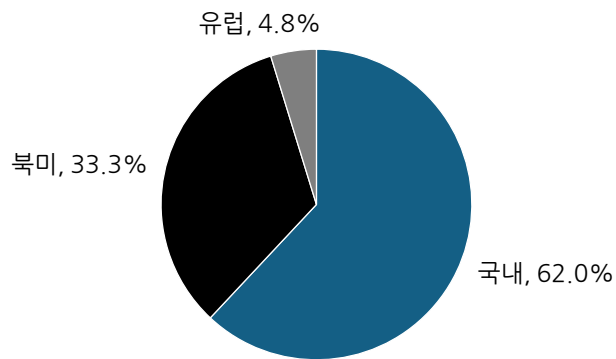
# HD현대에너지솔루션[322000] \_ 다시 날아오를 주가

HD현대에너지솔루션 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	85.3	133.7	121.1	152.6	159.9	169.2	169.9	180.6	422.4	492.7	679.5
증가율	-12.6%	18.5%	20.4%	37.0%	87.5%	26.6%	40.3%	18.2%	-22.7%	16.6%	37.9%
태양광모듈	57.3	100.6	91.7	124.2	136.7	140.6	142.5	151.0	300.7	373.8	570.8
솔루션	27.4	32.6	28.6	28.0	22.0	26.9	25.7	28.1	119.2	116.6	102.6
기타	0.6	0.5	0.7	0.4	1.2	1.7	1.7	1.5	2.5	2.3	6.1
영업이익	-3.0	15.1	14.7	14.5	29.0	31.1	32.1	33.5	3.5	41.2	125.7
영업이익률	-3.5%	11.3%	12.1%	9.5%	18.1%	18.4%	18.9%	18.5%	0.8%	8.4%	18.5%
지배주주 순이익	-1.1	11.4	12.0	19.4	22.3	23.8	24.4	25.7	0.1	41.7	96.1
순이익률	-1.3%	8.5%	9.9%	12.7%	13.9%	14.1%	14.3%	14.2%	0.0%	8.5%	14.1%

자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터

지역별 매출 비중



자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터

HD현대에너지솔루션 목표주가 산출 테이블

(원, 배)	내용	비고
12MF EPS (원)	9,983.3	
Target PER (배)	26.3	국내 주요 태양광 경쟁사 12MF PER 적용
목표주가 (원)	260,000	
현재주가 (원)	144,000	
상승여력	80.6%	

자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터

# HD현대에너지솔루션[322000] \_ 다시 날아오를 주가

재무상태표	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	361	318	386	480	610
현금 및 현금성자산	105	140	37	105	195
매출채권 및 기타채권	84	77	131	141	156
재고자산	168	83	95	111	136
기타	3	17	123	123	123
비유동자산	141	136	144	159	176
관계기업투자등	2	2	2	3	4
유형자산	95	88	98	98	99
무형자산	10	10	10	10	10
<b>자산총계</b>	<b>502</b>	<b>454</b>	<b>530</b>	<b>639</b>	<b>786</b>
유동부채	105	70	96	105	120
매입채무 및 기타채무	72	64	87	96	110
단기금융부채	26	4	3	4	4
기타유동부채	7	2	6	6	6
비유동부채	25	14	17	20	23
장기금융부채	22	11	15	18	21
기타비유동부채	3	3	2	2	2
<b>부채총계</b>	<b>131</b>	<b>84</b>	<b>113</b>	<b>125</b>	<b>143</b>
자배주주지분	372	370	418	514	643
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	106	106	106	106	106
이익잉여금	205	205	247	343	472
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>372</b>	<b>370</b>	<b>418</b>	<b>514</b>	<b>643</b>

현금흐름표	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	76	83	18	85	107
당기순이익(손실)	-3	0	42	96	129
비현금수익비용가감	45	-10	16	5	4
유형자산감가상각비	13	9	11	13	13
무형자산상각비	1	2	2	2	2
기타현금수익비용	31	-21	4	-27	-29
<b>영업활동 자산부채변동</b>	42	92	-41	-17	-26
매출채권 감소(증가)	59	7	-57	-10	-15
재고자산 감소(증가)	92	114	-12	-16	-25
매입채무 증가(감소)	-106	-14	22	9	15
기타자산, 부채변동	-4	-15	6	0	0
<b>투자활동 현금</b>	-10	-14	-124	-17	-17
유형자산처분(취득)	-8	-11	-12	-14	-14
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-6	-3	-3
투자자산 감소(증가)	0	0	-110	-1	-1
기타투자활동	1	2	5	0	0
<b>재무활동 현금</b>	-30	-34	2	1	0
차입금의 증가(감소)	-23	-34	2	1	0
자본의 증가(감소)	-7	0	0	0	0
배당금의 지급	7	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	36	35	-104	68	90
기초현금	69	105	140	37	105
기말현금	105	140	37	105	195
NOPLAT	13	3	39	95	128
FCF	74	68	-108	68	90

자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	546	422	493	680	890
매출원가	483	375	386	462	599
<b>매출총이익</b>	63	47	106	217	291
판매비 및 관리비	46	44	65	92	122
<b>영업이익</b>	18	4	41	126	169
(EBITDA)	31	15	54	141	184
금융손익	-3	6	3	2	3
이자비용	3	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-18	-12	0	-1	-1
<b>세전계속사업이익</b>	-3	-3	44	127	170
계속사업법인세비용	-1	-3	2	31	42
계속사업이익	-3	0	42	96	129
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-3	0	42	96	129
지배주주	-3	0	42	96	129
<b>총포괄이익</b>	-3	-2	48	96	129
매출총이익률 (%)	11.6	11.2	21.6	32.0	32.7
영업이익률 (%)	3.2	0.8	8.4	18.5	19.0
EBITDA마진률 (%)	5.8	3.4	10.9	20.7	20.7
당기순이익률 (%)	-0.5	0.0	8.5	14.1	14.5
ROA (%)	-0.5	0.0	8.5	16.4	18.1
ROE (%)	-0.8	0.0	10.6	20.6	22.3
ROIC (%)	3.7	0.9	14.8	31.5	37.8

주요투자지표	(원, 배)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-109.3	1,980.6	14.7	16.8	12.5
P/B	0.8	0.6	1.5	3.1	2.5
P/S	0.6	0.5	1.2	2.4	1.8
EV/EBITDA	8.1	6.9	9.0	10.1	7.2
P/CF	7.4	n/a	10.6	15.9	12.2
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-44.5	-22.7	16.6	37.9	31.0
영업이익	-80.5	-80.0	1,076.9	205.0	34.5
세전이익	적전	적지	흑전	189.0	34.4
당기순이익	적전	흑전	36,385.4	130.6	34.2
EPS	적전	흑전	36,385.4	130.6	34.2
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	35.1	22.7	27.0	24.4	22.2
유동비율	343.1	454.5	404.1	456.6	509.4
순차입금/자기자본(x)	-15.2	-33.9	-30.8	-37.6	-43.6
영업이익/금융비용(x)	5.3	3.3	114.5	314.3	390.0
총차입금 (십억원)	48	15	18	21	25
순차입금 (십억원)	-57	-125	-129	-193	-280
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-256	10	3,721	8,582	11,516
BPS	33,175	33,007	37,302	45,884	57,399
SPS	48,761	37,712	43,987	60,674	79,455
CFPS	3,795	-923	5,166	9,033	11,837
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# SK이터닉스[475150] \_하반기부터 본격화 될 사업확대

안주원 재생에너지·미드스몰캡  
02-709-2655  
joowonahn@ds-sec.co.kr

## 매수

목표주가(유지) 43,000원  
현재주가(06/09) 34,150원  
상승여력 25.9%

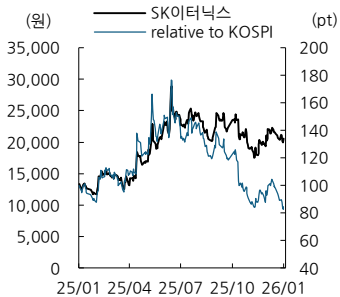
### Stock Data

KOSPI 8,096.9pt  
시가총액(보통주) 1,163십억원  
발행주식수 34,067천주  
액면가 200원  
자본금 7십억원  
60일 평균거래량 2,248천주  
60일 평균거래대금 114,075백만원  
외국인 지분율 4.5%  
52주 최고가 69,300원  
52주 최저가 17,210원  
주요주주  
SK디스커버리(외3인) 43.2%  
자사주(외 1인) 0.1%

### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-33.2	-41.2
3M	18.2	-36.0
6M	61.8	-33.6

### 주가차트



## ■ 투자 의견 매수, 목표주가 43,000원 유지

- 2026년 실적은 매출액 5,346억원(+38.6% YoY)과 영업이익 680억원(+28.2% YoY)으로 전망
- RPS제도 하에 반영되는 연료전지 매출액 약 3,000억원과 육상풍력 하반기 인도되며 약 1,200억원 매출 반영 예상
- 태양광은 지난 5월 100MW PPA 체결하며 계약물량 늘려나가고 있으며 본격적인 매출액은 27년부터 유입될 것
- 27년부터는 태양광 구조화 및 PPA 물량 대폭 늘어날 것으로 판단하며 국내 재생에너지 정책 수혜주임

## ■ 2Q26 Preview: 매출액 2,806억원(+329.6% YoY)과 영업이익 362억원(+277.3% YoY) 전망

- 인도 기준으로 실적을 반영하는 구조 상 분기별 실적 변동성 큼. 올해는 2~3분기에 실적이 몰려 있음
- 의성풍력 프로젝트는 3분기 인도 예정이며 연료전지는 대소원/파주 프로젝트가 각각 2~3분기에 걸쳐 인도 완료될 것
- 연료전지는 올해 열릴 일반수소입찰시장에 참여할 예정이며 개발용역만 맡아 향후 연료전지 관련 실적은 축소될 전망

## ■ 7월부터는 KKR이 최대주주로 올라서, 재생에너지 사업 속도 탄력 붙을 것으로 기대

- 현재 SK이터닉스는 최대주주 변경을 앞두고 있으며 이번 달말자로 주식매매계약 거래종결
- KKR로 인수 후 현재 연간 약 200~300MW 수준에 머물러 있는 태양광 구조화 규모 대폭 늘어날 것으로 예상
- 현재 정부에서 태양광 중심의 재생에너지 보급 확대 정책을 펼치고 있고 RE100 수요도 계속 증가하고 있음
- 해상풍력도 신안우이에 이어 인천 굴업도를 다음 프로젝트로 추진하고 있는 등 국내 대표 재생에너지 디벨로퍼로 자리잡을 것

### Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	0	332	386	535	478
영업이익	0	38	53	68	88
영업이익률(%)		11.3	13.7	12.7	18.4
세전이익	0	27	38	38	64
지배주주지분순이익	0	22	31	30	50
EPS(원)	0	664	910	900	1,481
증감률(%)	적지	적지	37.0	-1.1	64.5
ROE(%)	n/a	n/a	11.9	10.5	15.2
PER(배)	n/a	18.1	22.7	37.9	23.1
PBR(배)	n/a	1.7	2.6	3.8	3.3
EV/EBITDA(배)	n/a	10.7	13.4	15.2	12.1

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

# SK이터닉스[475150] \_개발과 전력판매로 중장기 성장 확보

SK이터닉스 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	25.9	65.3	46.4	248.0	27.5	280.6	192.2	34.3	332.2	385.6	534.6
증가율	438.5%	366.8%	-71.0%	62.0%	6.1%	329.6%	314.0%	-86.2%	251.2%	16.1%	38.6%
신재생	17.9	58.3	38.3	234.4	19.7	276.5	187.9	30.0	304.5	348.9	514.1
ESS	8.0	7.1	8.1	13.6	7.8	4.1	4.3	4.3	27.7	36.8	20.5
영업이익	1.1	9.6	1.2	41.2	4.9	36.2	25.9	0.9	37.7	53.0	68.0
영업이익률	4.1%	14.7%	2.5%	16.6%	17.8%	12.9%	13.5%	2.7%	11.3%	13.7%	12.7%
지배주주 순이익	1.0	14.3	-5.1	20.5	-5.1	23.8	15.6	-3.9	22.4	30.7	30.4
순이익률	3.8%	21.9%	-10.9%	8.3%	-18.6%	8.5%	8.1%	-11.4%	6.7%	8.0%	5.7%

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

SK이터닉스 전력거래계약

연도	날짜	용량 (MW)	거래기간	금액 (십억원)	연간 매출액 (십억원)	비고
2026	5월	100	26.05~51.05	502.3	20.1	태양광
	소계	100		502.3	20.1	
2025	12월	75	26.02~51.01	406.8	16.3	풍력
	11월	100	추후 공시	502.3	20.1	태양광
	5월	40	28.06~53.06	203.1	8.1	태양광
	소계	215		1,112.2	44.5	
2024	11월	40	26.01~55.12	194.5	7.8	태양광
	소계	40		194.5	7.8	
합계		355		1,809.0	72.4	

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터  
주: 직접 전력판매건만 합산

SK이터닉스 목표주가 산출 테이블

(원,배)	내용	비고
2027F EPS	1,469.6	
Target PER	29.5	2025년 PER 대비 30% 할증
목표주가	43,000	
현재주가	34,150	
상승여력	25.9%	

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터

# SK이터닉스[475150] \_개발과 전력판매로 중장기 성장 확보

재무상태표	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	0	255	722	783	898
현금 및 현금성자산	0	67	88	132	200
매출채권 및 기타채권	0	18	84	86	92
재고자산	0	59	399	416	456
기타	0	112	150	150	150
비유동자산	0	477	595	679	705
관계기업투자등	0	182	219	219	219
유형자산	0	236	210	234	260
무형자산	0	7	6	6	6
자산총계	0	732	1,317	1,462	1,603
유동부채	0	297	813	896	956
매입채무 및 기타채무	0	41	25	26	29
단기금융부채	0	139	266	269	272
기타유동부채	0	117	522	601	655
비유동부채	0	193	231	263	294
장기금융부채	0	184	224	255	285
기타비유동부채	0	8	7	8	8
부채총계	0	490	1,044	1,158	1,250
자배주주지분	0	242	273	303	353
자본금	0	7	7	7	7
자본잉여금	0	214	214	214	214
이익잉여금	0	21	52	82	132
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	0	242	273	303	353

현금흐름표	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	0	67	-25	106	136
당기순이익(손실)	0	22	31	30	50
비현금수익비용가감	0	41	65	14	76
유형자산감가상각비	0	22	26	31	34
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타현금수익비용	0	18	38	-39	18
영업활동 자산부채변동	0	15	-99	62	10
매출채권 감소(증가)	0	9	-41	-1	-7
재고자산 감소(증가)	0	92	-340	-16	-40
매입채무 증가(감소)	0	26	-18	1	3
기타자산, 부채변동	0	-112	301	78	54
투자활동 현금	0	-67	-120	-66	-71
유형자산처분(취득)	0	-12	-13	-56	-60
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	-2	-2
투자자산 감소(증가)	0	-13	-62	-9	-9
기타투자활동	0	-41	-46	0	0
재무활동 현금	0	-50	168	3	3
차입금의 증가(감소)	0	-50	163	3	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	5	0	0
현금의 증가	0	-50	22	43	68
기초현금	0	117	67	88	132
기말현금	0	67	88	132	200
NOPLAT	0	31	43	54	69
FCF	0	11	-124	40	65

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	0	332	386	535	478
매출원가	0	276	308	403	334
매출총이익	0	56	78	131	144
판매비 및 관리비	0	19	25	63	56
영업이익	0	38	53	68	88
(EBITDA)	0	60	80	100	124
금융손익	0	-15	-18	-31	-25
이자비용	0	19	26	27	30
관계기업등 투자손익	0	-3	-9	-9	-9
기타영업외손익	0	8	13	11	11
세전계속사업이익	0	27	38	38	64
계속사업법인세비용	0	5	7	8	14
계속사업이익	0	22	31	30	50
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	22	31	30	50
지배주주	0	22	31	30	50
총포괄이익	0	23	31	30	50
매출총이익률 (%)	n/a	17.0	20.2	24.5	30.1
영업이익률 (%)	n/a	11.3	13.7	12.7	18.4
EBITDA마진률 (%)	n/a	18.1	20.7	18.7	25.9
당기순이익률 (%)	n/a	6.7	8.0	5.7	10.4
ROA (%)	n/a	n/a	3.0	2.2	3.3
ROE (%)	n/a	n/a	11.9	10.5	15.2
ROIC (%)	n/a	n/a	11.8	12.3	15.2

주요투자지표	(원, 배)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	n/a	18.1	22.7	37.9	23.1
P/B	n/a	1.7	2.6	3.8	3.3
P/S	n/a	1.2	1.8	2.2	2.4
EV/EBITDA	n/a	10.7	13.4	15.2	12.1
P/CF	n/a	6.4	7.3	26.0	9.2
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	n/a	n/a	16.1	38.6	-10.5
영업이익	n/a	n/a	40.8	28.3	29.5
세전이익	n/a	n/a	38.5	1.2	66.4
당기순이익	n/a	n/a	37.3	-1.1	64.5
EPS	n/a	n/a	37.0	-1.1	64.5
안정성 (%)					
부채비율	n/a	202.4	382.4	382.3	354.0
유동비율	n/a	85.8	88.8	87.4	93.9
순차입금/자기자본(x)	n/a	98.7	135.7	119.3	92.8
영업이익/금융비용(x)	n/a	2.0	2.1	2.6	2.9
총차입금 (십억원)	0	324	490	524	558
순차입금 (십억원)	0	239	370	361	327
주당지표(원)					
EPS	0	664	910	900	1,481
BPS	0	7,182	8,089	8,978	10,458
SPS	0	9,859	11,425	15,839	14,176
CFPS	0	1,875	2,831	1,314	3,726
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

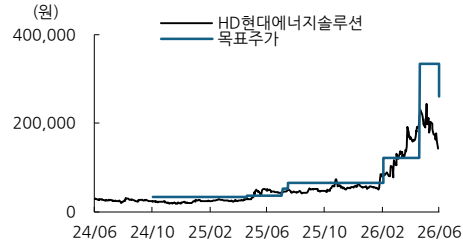
# 커버리지 실적 추정 테이블

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	24	25	26F
매출액	두산퓨얼셀	99.7	128.5	90.8	135.8	144.8	144.8	127.0	189.8	411.8	454.8	606.4
	비나텍	15.7	20.7	23.0	22.8	25.4	36.4	50.7	57.0	59.6	82.2	169.5
	씨에스윈드	901.9	650.0	597.0	782.7	711.1	727.8	754.4	765.1	3,072.5	2,931.6	2,958.4
	씨에스베어링	28.3	32.0	32.2	33.7	28.8	39.6	38.8	39.5	105.4	126.1	146.7
	SK오션플랜트	257.1	240.6	293.2	174.5	174.7	210.1	209.4	221.3	662.6	965.4	815.5
	한화솔루션	3,094.5	3,117.3	3,364.3	3,757.0	3,882.0	3,461.9	3,618.6	3,709.1	12,394.0	13,333.1	14,671.6
매출 증가율	두산퓨얼셀	214.8%	48.5%	183.6%	-48.1%	45.2%	12.7%	39.9%	39.8%	57.8%	10.4%	33.3%
	비나텍	16.8%	12.8%	63.8%	66.1%	61.4%	75.9%	120.3%	150.1%	8.4%	38.0%	106.1%
	씨에스윈드	22.4%	-24.2%	-25.9%	16.4%	-21.2%	12.0%	26.4%	-2.3%	102.1%	-4.6%	0.9%
	씨에스베어링	81.2%	29.2%	12.7%	-7.8%	1.7%	23.8%	20.6%	17.3%	37.6%	19.7%	16.3%
	SK오션플랜트	102.3%	38.8%	47.2%	7.0%	-32.1%	-12.7%	-28.6%	26.8%	-28.4%	45.7%	-15.5%
	한화솔루션	31.5%	17.6%	22.5%	-19.1%	25.4%	11.1%	7.6%	-1.3%	-5.2%	7.6%	10.0%
영업이익	두산퓨얼셀	-11.5	-1.9	-15.6	-76.6	-1.3	-7.0	-5.1	7.1	-1.7	-105.7	-6.3
	비나텍	-2.4	1.0	2.6	0.7	-1.5	2.6	6.6	7.5	-8.1	1.8	15.2
	씨에스윈드	125.2	59.3	65.7	70.2	74.3	69.1	75.4	94.0	255.5	320.3	312.8
	씨에스베어링	1.2	2.8	3.3	3.7	1.8	5.0	4.7	5.5	2.1	11.1	17.0
	SK오션플랜트	11.0	15.6	19.3	13.7	16.9	18.9	21.1	27.0	41.8	59.5	83.9
	한화솔루션	30.3	102.1	-7.4	-489.7	92.6	134.2	156.2	206.8	-300.2	-364.8	589.8
영업이익률	두산퓨얼셀	-11.6%	-1.5%	-17.2%	-56.4%	-0.9%	-4.8%	-4.0%	3.7%	-0.4%	-23.2%	-1.0%
	비나텍	-15.3%	4.6%	11.1%	2.9%	-5.9%	7.1%	13.0%	13.2%	-13.5%	2.2%	9.0%
	씨에스윈드	13.9%	9.1%	11.0%	9.0%	10.4%	9.5%	10.0%	12.3%	8.3%	10.9%	10.6%
	씨에스베어링	4.4%	8.7%	10.4%	11.1%	6.3%	12.6%	12.1%	13.9%	2.0%	8.8%	11.6%
	SK오션플랜트	4.3%	6.5%	6.6%	7.8%	9.7%	9.0%	10.1%	12.2%	6.3%	6.2%	10.3%
	한화솔루션	1.0%	3.3%	-0.2%	-13.0%	2.4%	3.9%	4.3%	5.6%	-2.4%	-2.7%	4.0%
지배주주순이익	두산퓨얼셀	-10.1	-2.6	-17.5	-102.6	-11.7	-12.3	-11.1	10.0	-10.5	-132.8	-25.1
	비나텍	-2.3	-2.7	2.5	-3.3	-1.6	0.9	4.4	7.6	-9.1	-5.9	11.3
	씨에스윈드	94.9	38.1	55.9	-154.2	43.1	35.6	41.1	49.3	142.3	34.7	169.1
	씨에스베어링	1.0	1.7	4.4	4.1	2.1	4.5	3.9	4.4	2.5	11.2	14.9
	SK오션플랜트	4.4	8.5	11.2	13.7	9.9	11.1	13.2	14.3	16.4	37.8	48.5
	한화솔루션	-44.5	-201.6	-12.1	-392.3	-48.9	8.7	7.3	29.9	-1,404.4	-650.4	-3.1
순이익률	두산퓨얼셀	-10.1%	-2.0%	-19.3%	-75.6%	-8.1%	-8.5%	-8.7%	5.3%	-2.5%	-29.2%	-4.1%
	비나텍	-14.6%	-13.3%	11.0%	-14.7%	-6.3%	2.5%	8.7%	13.3%	-15.3%	-7.1%	6.7%
	씨에스윈드	10.5%	5.9%	9.4%	-19.7%	6.1%	4.9%	5.4%	6.4%	4.6%	1.2%	5.7%
	씨에스베어링	3.6%	5.3%	13.6%	12.3%	7.2%	11.4%	10.1%	11.1%	2.4%	8.9%	10.1%
	SK오션플랜트	1.7%	3.5%	3.8%	7.8%	5.6%	5.3%	6.3%	6.5%	2.5%	3.9%	5.9%
	한화솔루션	-1.4%	-6.5%	-0.4%	-10.4%	-1.3%	0.3%	0.2%	0.8%	-11.3%	-4.9%	0.0%

# 투자의견 및 목표주가 변동추이

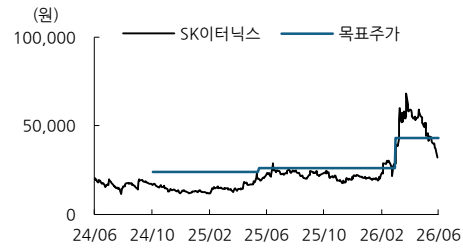
## HD현대에너지솔루션(322000) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-11	매수	33,000	-28.4	-12.1
2024-11-01	매수	33,000	-28.2	-12.1
2025-01-06	매수	33,000	-22.7	-12.1
2025-02-11	매수	33,000	-21.9	-12.1
2025-04-29	매수	36,000	20.2	45.3
2025-07-14	매수	53,000	-12.2	-6.9
2025-07-25	매수	65,000	-17.8	30.5
2025-08-06	매수	65,000	-17.1	30.5
2025-10-17	매수	65,000	-11.0	30.5
2026-01-13	매수	65,000	-4.5	30.5
2026-02-12	매수	122,000	10.9	76.6
2026-04-30	매수	334,000	-40.9	-27.0
2026-06-10	매수	260,000		



## SK이터닉스(475150) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-11	매수	24,000	-39.4	-4.6
2025-05-26	매수	26,000	-14.5	16.9
2025-06-05	매수	26,000	-14.1	16.9
2026-01-13	매수	26,000	-10.0	16.9
2026-03-11	매수	43,000	16.1	58.6
2026-06-10	매수	43,000		



# Compliance Notice

## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 20% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-20% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

## 투자의견 비율

기준일 2026.03.31

매수	중립	매도
99.4%	0.0%	0.6%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

DS INVESTMENT  
& SECURITIES

---